

## Institutionelle Investoren im Aktienrecht

– Zur Umsetzung der ARUG II-Richtlinie –

ZHR 183 (2019) 605–616

I. Das AktG wird demnächst erstmals Pflichten institutioneller Investoren und Vermögensverwalter festschreiben.<sup>1</sup> Die entsprechenden Vorschriften (§§ 134a–134c n.F. AktG) sollen die Vorgaben der 2017 geänderten Aktionärsrechte-Richtlinie der EU umsetzen.<sup>2</sup> Künftig sollen die Adressaten der neuen Vorschriften in einem sog. Mitwirkungsbericht ihr Abstimmungsverhalten und ihre sonstige Mitwirkung in den Portfoliogesellschaften, deren Anteile sie halten oder verwalten, beschreiben und veröffentlichen. Darüber hinaus werden weitere Offenlegungspflichten für institutionelle Anleger und Vermögensverwalter normiert, die ihre Anlagestrategie und deren Bedeutung für die langfristige Wertentwicklung ihrer Vermögenswerte nachvollziehbar machen sollen.

Zur Begründung für diese neuen Transparenzpflichten führt die Aktionärsrechte-Richtlinie aus, institutionelle Anleger und Vermögensverwalter seien oft bedeutende Aktionäre börsennotierter Gesellschaften und könnten daher eine wichtige Rolle in der Corporate Governance dieser Gesellschaften sowie allgemein bei deren Strategie und ihrem langfristigen Unternehmenserfolg spielen. Die Erfahrung der letzten Jahre habe jedoch gezeigt, dass sich institutionelle Anleger und Vermögensverwalter in den Gesellschaften, in denen sie investiert seien, häufig passiv verhielten. Zudem gebe es klare Anhaltspunkte dafür, dass die Kapitalmärkte oft Druck auf Gesellschaften ausübten, damit diese kurzfristig Erfolge lieferten, was die langfristige finanzielle und nichtfinanzielle Leistung der Gesellschaften gefährden und neben anderen negativen Auswirkungen auch suboptimale Investitionen, beispielsweise in Forschung und Entwicklung, zu Lasten des langfristigen Unternehmenserfolgs und der Anleger zur Folge haben könne. Auch aus diesem Grund sei es gerechtfertigt, das Anlageverhalten der institutionellen Investoren transparenter als bisher offenzulegen.<sup>3</sup>

II. Die verfügbaren empirischen Daten zum Anteilsbesitz institutioneller Investoren belegen deren Bedeutung insbesondere für die deutschen börsennotierten Gesellschaften und hier vor allem für die DAX-Konzerne. Neuere

---

1 Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II), BT-Drs. 19/9739 (im Folgenden: AktG-E).

2 Kapitel Ib der RL (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 17. 5. 2017, ABl. EU v. 20. 5. 2017, L 132, S. 1.

3 Erwägungsgründe (15)–(24) der RL (Fn. 2).

Zahlen für sämtliche börsennotierten inländischen Aktien weisen für Februar 2018 ausländischen Anteilsbesitz von über 53 % aus; zu einem wesentlichen Teil dürfte es sich dabei um Anlagen institutioneller Investoren handeln. Deutsche Investmentfonds hielten 6,5 %, inländische Versicherer 0,6 %, deutsche Banken und sonstige Finanzinstitute 5,9 % dieser Aktien.<sup>4</sup> DAX-Gesellschaften weisen für 2018 einen Anteilsbesitz in- und ausländischer institutioneller Anleger von 63 % der Aktien auf.<sup>5</sup>

Für die Transparenzpflichten wird u.a. als Begründung angeführt, dass sich institutionelle Anleger und Vermögensverwalter in den Gesellschaften, in denen sie investiert seien, häufig passiv verhielten.<sup>6</sup> Das trifft nach einer hierzu durchgeführten Untersuchung jedenfalls für die 10 institutionellen Investoren mit dem größten Anteilsbesitz an DAX-Gesellschaften<sup>7</sup> nicht zu, die 2018 sämtlich ihre Stimmrechte ausgeübt haben; von den 100 größten Investoren des DAX haben 2018 knapp 88 % dieser Investoren ihre Stimmrechte aktiv ausgeübt, sei es auf der Basis eigener Abstimmungsrichtlinien, sei es auf der Basis von Empfehlungen eines Stimmrechtsberaters.<sup>8</sup> Empirische Angaben zu der weiteren Behauptung,<sup>9</sup> die Anlagestrategien und -entscheidungen institutioneller Anleger übten oft Druck auf Gesellschaften aus, kurzfristig Erfolge zu liefern, was die langfristige Leistung der Gesellschaften gefährden und unter anderem auch Nachteile für den Unternehmenserfolg und die Anleger haben könne, stehen nicht zur Verfügung.<sup>10</sup>

III. Die Verortung der neuen Berichtspflichten im Aktienrecht und ihre Einstellung ins AktG verblüfft.<sup>11</sup> Sicher ist richtig, dass sie im Wesentlichen darauf abzielen, die Corporate Governance und die Langfristorientierung in

4 Deutsches Aktieninstitut, Anteile der Sektoren am Aktienbesitz, Stand: Februar 2018, unveröffentlicht.

5 Ernst & Young, Wem gehört der DAX? Analyse der Aktionärsstruktur der DAX-Unternehmen im Jahr 2018 – Kurzfassung, Juni 2019, S. 3, 9; siehe auch IHS Markit, Who owns the German DAX? The Ownership Structure of the German DAX 30 – A joint study of IHS Markit and DIRK, 6. Aufl. 2019, S. 5, 8: 60,2 % institutioneller Anteilsbesitz i. J. 2018.

6 Vgl. Text zu Fn. 3.

7 Der Anteilsbesitz dieser 10 größten institutionellen Investoren macht insgesamt 27,3 % des Anteilsbesitzes aller Institutionellen aus.

8 IHS Markit (Fn. 5), S. 14.

9 Vgl. Text zu Fn. 3.

10 Untersuchung der Einflussnahme institutioneller Anleger mit empirischen Angaben insbes. in Bezug auf das Wettbewerbsverhalten der Portfoliogesellschaften in Monopolkommission, Hauptgutachten XXII, 2018, S. 184 ff.; Umfrage zur Bedeutung von ESG (Environment/Social/Governance) bei *DAI/Rothschild*, ESG from the Perspective of Institutional Investors 2019, S. 9, 18 ff.; *Amel-Zadeh/Serafim*, Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey, *Financial Analysts Journal*, 2018, Heft 3, S. 1–17.

11 Kritisch auch *Tröger*, ZGR 2019, 126, 148. Im Aufsatz von *Tröger* findet sich eine lesenswerte, im Rahmen eines Editorials nicht zu wiederholende theoretische und rechtsvergleichende Darstellung und Kritik der Stewardship-Debatte.

den von den Institutionellen gehaltenen Portfoliogesellschaften zu verbessern. Die neuen Berichtspflichten der institutionellen Investoren werden diesen aber nicht als Aktionären im Verhältnis zu ihren Portfoliogesellschaften auferlegt. Wäre das anders, würde nicht einleuchten, weshalb nicht alle Aktionäre, die eine Beteiligung über einen gewissen Umfang hinaus halten, solche Berichtspflichten gegenüber ihrer Gesellschaft treffen. Im Fall der institutionellen Investoren und deren Vermögensverwalter werden vielmehr primär deren interne Rechenschaftspflichten ihren eigenen Anlegern, Destinatären bzw. Auftraggebern gegenüber aktiviert und instrumentalisiert, um mittelbar positive Effekte auch für die Portfoliogesellschaften zu erzielen.<sup>12</sup> Die Reichweite der neuen Berichtspflichten geht allerdings darüber weit hinaus und verliert dann jeden auch nur mittelbaren Bezug zum Aktienrecht und zu deutschen Aktiengesellschaften.<sup>13</sup> So heißt es künftig in § 134c Abs. 1 AktG: „Institutionelle Anleger haben offenzulegen, inwieweit die Hauptelemente ihrer Anlagestrategie dem Profil und der Laufzeit ihrer Verbindlichkeiten entsprechen und wie sie zur mittel- bis langfristigen Wertentwicklung *ihrer Vermögenswerte* (Hervorhebung d. Verf.) beitragen.“ Bei den „Vermögenswerten“ eines institutionellen Investors, z.B. eines Lebensversicherers oder eines Investmentfonds, kann es sich aber um vielfältige, durchaus andere Vermögenswerte als um Aktien handeln. Man würde daher die hier neu eingeführten Berichtspflichten eher in den Spezialaufsichtsgesetzen für die institutionellen Investoren und Vermögensverwalter, also im VAG, im KWG und im KAGB, erwarten.

IV. Institutionelle Anleger sind nach dem Gesetzentwurf des ARUG II Lebensversicherer einschließlich deren Rückversicherer sowie Pensionskassen und Pensionsfonds im Sinne der §§ 232ff. VAG.<sup>14</sup> Die betrieblichen Unterstützungskassen gemäß § 1b Abs. 4 BetrAVG fallen nicht in den Anwendungsbereich der ARUG-Richtlinie<sup>15</sup> und sind daher auch vom ARUG II ausgenommen. Andere Kapitalsammelstellen wie (inländische) Kreditinstitute, die jedenfalls in Deutschland nach wie vor erhebliche Aktienbestände im Eigenbesitz halten,<sup>16</sup> werden, was diesen Eigenbesitz angeht, gleichfalls nicht zu den institutionellen Investoren im Sinne des ARUG II gerechnet.

Neben die institutionellen Investoren stellt der Entwurf die „Vermögensverwalter“.<sup>17</sup> Das sind Finanzdienstleistungsinstitute, die in Finanzinstru-

12 Diskussion des Für und Wider einer aktienrechtlichen Stimmpflichtlösung und der an die internen Pflichten der institutionellen Investoren und ihrer Verwaltungsgesellschaften gegenüber den Endbegünstigten bzw. Auftraggebern anknüpfenden Lösung bei *Zetzsche*, FS Baums, Bd. 2, 2017, S. 1505, 1510ff.

13 Zu Letzterem siehe auch noch unten Fn. 26.

14 § 134a Abs. 1 Nr. 1 AktG-E (Fn. 1).

15 Vgl. Art. 1 Nr. 2. b) der ARUG-RL i.V.m. Art. 2 (2) d) der RL (EU) 2016/2341 des Europäischen Parlaments und Rates v. 14. 12. 2016, ABl. EU, L 354, S. 37.

16 Siehe nur die Angabe oben zu Fn. 4.

17 § 134a Abs. 1 Nr. 2 AktG-E (Fn. 1).

menten angelegte Vermögen für andere verwalten,<sup>18</sup> sowie speziell die „Kapitalverwaltungsgesellschaften“ im Sinne des Kapitalanlagegesetzbuches, die Investmentvermögen betreuen.<sup>19</sup> Nicht der Investmentfonds, das Sondervermögen, in dem sich Aktien befinden, hat über seine Mitwirkungspolitik in den Portfoliogesellschaften zu berichten, sondern die extern mit der Fondsverwaltung betraute Kapitalverwaltungsgesellschaft.<sup>20</sup>

Das wohl größte Defizit der ganzen Regelung besteht darin, dass die bedeutsamen ausländischen institutionellen Anleger und ihre Kapitalverwaltungsgesellschaften von der neuen Regelung nicht erfasst werden.<sup>21</sup> 2018 hielten deutsche institutionelle Investoren überhaupt nur 15,3 % der Aktien der DAX-Gesellschaften; US-amerikanische dagegen 34,6 %; UK/irische 19,5 %; Institutionelle aus dem europäischen Ausland (ohne UK/Irland und Skandinavien) 18,8 %.<sup>22</sup> Unter den nach ihrem Anteilsbesitz 15 größten institutionellen Investoren der DAX-Gesellschaften befinden sich nur fünf mit einer deutschen Zulassung; die größten Anteile werden von der Vanguard Group Inc., von Black Rock Fund Advisors und von der Norges Bank Investment Management (dem Verwalter des norwegischen staatlichen Pensionsfonds) gehalten bzw. verwaltet.<sup>23</sup> Diese Beschränkung des Anwendungsbereichs der neuen Vorschriften ist darauf zurückzuführen, dass die geplante Regelung am Innenverhältnis zwischen den Institutionellen bzw. deren Kapitalverwaltungsgesellschaften und deren Letztbegünstigten ansetzt, nicht am Verhältnis zwischen Aktionär und Portfoliogesellschaft. Sie führt aber dazu, dass die bedeutsamsten institutionellen Investoren und ihre Kapitalverwalter von den neuen Vorschriften nicht erfasst werden. Dasselbe gilt für die ausländischen staatlichen Investment- und Pensionsfonds (*Sovereign Wealth Funds*), die erhebliche Anteile an deutschen börsennotierten Unternehmen halten,<sup>24</sup> und für die Stiftungen und die *Family Offices*, soweit sie sich nicht von Vermögensverwaltern mit deutscher Geschäftserlaubnis betreuen lassen.

Was die nichtdeutschen Investoren aus den EU-Mitgliedstaaten angeht, kann man zwar darauf bauen, dass sich künftig wegen derselben Rechtsgrundlage, der Aktionärsrechte-Richtlinie, mit den §§ 134a–135 AktG-E vergleich-

18 Vgl. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 3 KWG.

19 Vgl. §§ 17, 20 KAGB.

20 Oder doch der Fonds selbst, wenn er eine entsprechende Rechtsform (Investment-AG oder -KG) und keine externe Kapitalverwaltungsgesellschaft mit der Verwaltung des Fondsvermögens betraut hat; vgl. § 17 Abs. 2 Nr. 2 KAGB.

21 Genauer: Bei den institutionellen Investoren ist der Zulassungsort entscheidend; bei den Kapitalverwaltungsgesellschaften sind die §§ 134a–135 des Entwurfs auch auf solche Gesellschaften anwendbar, bei denen nur der Fonds oder nur die Verwaltungsgesellschaft ihren Sitz in Deutschland hat; vgl. AktG-E (Fn. 1), Begründung S. 113 f.

22 IHS Markit (Fn. 5), S. 9.

23 IHS Markit (Fn. 5), S. 11.

24 IHS Markit (Fn. 5), S. 17.

bare Verhaltensstandards finden werden. US-amerikanische und Investoren aus sonstigen Nicht-EU-Staaten sind hieran aber nicht gebunden, auch nicht, wenn sie in Aktien deutscher börsennotierter Gesellschaften anlegen. Ob dort jeweils vergleichbare Verhaltensstandards zu beachten sind, muss hier dahinstehen.<sup>25</sup> Festzuhalten ist jedenfalls, dass die §§ 134a–135 AktG-E in ihrem faktischen Anwendungsbereich äußerst beschränkt sind und für sich genommen kaum die erhoffte Wirkung erzielen werden.<sup>26</sup>

V. Was den Inhalt der neuen Transparenzvorschriften und Berichtspflichten angeht, können an dieser Stelle Einzelheiten nicht ausgebreitet werden. Hinzuweisen ist nur darauf, dass sich einerseits an mehreren Stellen Doppelungen und Überschneidungen mit bereits vorhandenen Pflichten ergeben, andererseits die neuen Verhaltenspflichten durchaus ergänzungsbedürftig erscheinen. Für beide Gesichtspunkte müssen hier Einzelbeispiele genügen.

1. Nach § 134b Abs. 1 Nr. 1 AktG-E haben institutionelle Anleger und Vermögensverwalter künftig als Teil ihrer „Mitwirkungspolitik“ auf ihrer Internetseite zu veröffentlichen, wie sie im Rahmen der von ihnen gewählten Anlagestrategie ihre Stimmrechte in den Portfoliogesellschaften ausüben, und nach § 134b Abs. 3 AktG-E jährlich über ihr Abstimmungsverhalten zu berichten. Erfüllen sie diese Verpflichtung nicht, haben sie zu erklären, warum sie das nicht tun (*comply or explain*; § 134b Abs. 4 AktG-E). Eine entsprechende, allerdings zwingende (!) Verpflichtung trifft jedenfalls die Kapitalverwaltungsgesellschaften von Publikumsfonds bereits nach geltendem Recht,<sup>27</sup> ohne dass der Entwurf eine Aufhebung dieser Vorschriften vorsähe.

Ähnliches gilt für die Behandlung von Interessenkonflikten. Gemäß § 134b Abs. 1 Nr. 5, Abs. 2 AktG-E sollen die institutionellen Anleger und Kapitalverwaltungsgesellschaften künftig ihre Politik in Bezug auf Interessenkonflikte veröffentlichen und jährlich über die Umsetzung dieser Politik berichten. Auch dieses Gebot steht unter dem *comply or explain*-Vorbehalt (§ 134b Abs. 4 AktG-E). Bereits nach zwingendem (!) geltendem Recht haben Kapitalverwaltungsgesellschaften den Anlegern auf einem dauerhaften Datenträger oder auf der Internetseite die angemessenen Maßnahmen offenzulegen, die

25 Für die USA zuletzt S.E.C., 17 CFR Parts 271 und 276, Release Nos. IA-5325; IC-33605, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, v. 19. 8. 2019.

26 Umgekehrt führt die Anknüpfung des Entwurfs an den Zulassungsort des institutionellen Investors bzw. des Vermögensverwalters ungeachtet dessen, ob in Aktien deutscher Portfoliogesellschaften investiert wird, zu einer „Zwangsbeglückung“ ausländischer Aktiengesellschaften; darauf weist *Tröger* (ZGR 2019, 126, 141 f.) hin.

27 § 3 Abs. 2 VO zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsregeln nach dem Kapitalanlagegesetzbuch (Kapitalanlage-Verhaltens- und Organisationsverordnung – KAVerVO v. 16. 7. 2013, BGBl. I (2013), S. 2460); für Kapitalverwaltungsgesellschaften von OGAW und von Publikums-AIF; allgemein für Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM) Art. 37 der Delegierten VO (EU) Nr. 231/2013 der Kommission v. 19. 12. 2012, ABl. EU, L 83, S. 1.

von ihnen erwartet werden, um Interessenkonflikte zu ermitteln, ihnen vorzubeugen, sie zu steuern und zu beobachten.<sup>28</sup> Auch hier fehlt es an einer Abstimmung der einander widersprechenden Verhaltenspflichten.

2. Die Aktionärsrechte-Richtlinie ist in dem hier interessierenden Punkt maßgeblich vom britischen Stewardship Code für institutionelle Investoren<sup>29</sup> beeinflusst. Der Stewardship Code ist allerdings eingehender und anschaulicher formuliert. In Anbetracht dessen ist zu erwägen, ob es nicht einen vergleichbaren Kodex auch für deutsche institutionelle Investoren und Vermögensverwalter geben sollte.<sup>30</sup> Der Kodex könnte die Wohlverhaltensrichtlinien des BVI ersetzen<sup>31</sup> und die Vorschriften der §§ 134b, c AktG-E in geeigneter Weise erläutern und, wo erforderlich, ergänzen. Inzwischen hat denn auch bereits ein bei der DVFA gebildeter Arbeitskreis, in dem allerdings die Lebensversicherer und Pensionsfonds/-kassen nicht vertreten sind, Eckpunkte eines deutschen Stewardship-Kodex entwickelt und vorgelegt.<sup>32</sup>

VI. Art. 14b der Aktionärsrechte-Richtlinie<sup>33</sup> gibt den Mitgliedstaaten auf, Maßnahmen und Sanktionen festzulegen, die bei Verstößen gegen die gemäß der Richtlinie erlassenen nationalen Vorschriften zu verhängen sind; diese Maßnahmen und Sanktionen müssen wirksam, verhältnismäßig und abschreckend sein.

1. Ein effektives *privates Enforcement* setzt bei der Verletzung von Informationspflichten voraus, dass die Unrichtigkeit, die Unvollständigkeit oder das Fehlen der Information von den Begünstigten erkannt wird. Probleme des Kausalitätsnachweises zwischen Pflichtverletzung und Schaden kommen hinzu; ferner typischerweise Kollektivhandlungsprobleme bei Anlegern bzw. Begünstigten mit Kleinanteilen. Damit stellt sich die Frage nach der Überwachung der Berichtspflichten im Rahmen der Abschlussprüfung (2.), der Rechtsaufsicht durch die BaFin (3.), und schließlich nach der Sanktionierung durch Bußgelder im Ordnungswidrigkeitenverfahren (4.).

2. Was die Überwachung des Erfüllens der neuen Berichtspflichten durch den *Abschlussprüfer* angeht, ist weitgehend Fehlanzeige zu erstatten. Die neuen Berichtspflichten, soweit sie jährlich zu erfüllen sind, bilden keinen Teil des

28 § 27 KAGB i.V.m. § 3 Abs. 1 KAVerVO (Fn. 27) für OGAW-Kapitalverwaltungsgesellschaften; Art. 36 der Delegierten VO (EU) Nr. 231/2013 (Fn. 27) für AIFM.

29 Financial Reporting Council, Stewardship Code, Sept. 2012, abrufbar unter [https://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-\(September-2012\).pdf](https://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-(September-2012).pdf). Aus der Lit. dazu *Hannigan*, FS Baums, Bd. 1, 2017, S. 561–578 m.w.N.

30 Eingehend m.w.N. dazu *Hein*, Die Stewardship-Verantwortung institutioneller Investoren. Plädoyer für einen aktienrechtskonformen Stewardship Kodex, 2018.

31 BVI Bundesverband Investment- und Asset Management e.V., Wohlverhaltensregeln, abrufbar unter <https://www.bvi.de/ueber-die-branche/wohlverhaltensregeln/>.

32 Vgl. <https://www.dvfa.de/verband/kommissionen/governance-stewardship.html>.

33 Fn. 2.

Jahresabschlusses und des Lageberichts<sup>34</sup> und sind deshalb formal nicht Teil des Rechnungslegungsrechts der betroffenen Unternehmen. Die Abschlussprüfung richtet sich daher nicht gemäß § 317 Abs. 1 S. 2 HGB darauf, ob diese gesetzlichen Vorschriften beachtet sind. Nach § 321 Abs. 1 S. 3 HGB hat sich der Prüfungsbericht des Abschlussprüfers zwar auch zu Tatsachen zu äußern, die schwerwiegende Verstöße der gesetzlichen Vertreter oder von Arbeitnehmern gegen gesetzliche Vorschriften erkennen lassen. Ganz entsprechend ist der Abschlussprüfer eines Unternehmens von „öffentlichem Interesse“ – dazu gehören auch die hier in Rede stehenden institutionellen Investoren – verpflichtet, die zuständige Aufsichtsbehörde umgehend über jede Information zu unterrichten, von der er bei Durchführung der Abschlussprüfung Kenntnis erlangt hat, und welche einen wesentlichen Verstoß gegen die Rechtsvorschriften anzeigt, die die Ausübung der Tätigkeiten solcher Unternehmen von öffentlichem Interesse regeln.<sup>35</sup>

Hier mag offenbleiben, ob es sich bei Verstößen gegen die z.T. unter dem Vorbehalt einer zulässigen Abweichung (§ 134b Abs. 4 AktG-E) stehenden neuen Berichtsvorschriften um „schwerwiegende“, „wesentliche“ Verstöße handelt. Jedenfalls ist die Prüfung des Abschlussprüfers nicht gezielt auf die Beachtung dieser Vorschriften, auf das Feststellen entsprechender Gesetzesverstöße hin anzulegen.<sup>36</sup> Nur wenn der Abschlussprüfer bei Gelegenheit der Prüfung erfährt oder feststellt, dass die Erklärungen nach §§ 134b, c AktG fehlen oder grob fehlerhaft oder unvollständig sind, besteht eine Redepflicht.

Aus den spezialgesetzlichen Zusatzanforderungen für Abschlussprüfer von institutionellen Investoren und Vermögensverwaltern im Sinne von § 134 Abs. 1 Nrn. 1, 2 AktG-E ergibt sich nichts anderes. Bei den der Aufsicht der BaFin unterliegenden Unternehmen werden deren Abschlussprüfer mit zusätzlichen Prüfungs- und Berichtsaufgaben belastet, die der Beaufsichtigung der Institute dienen sollen; die Abschlussprüfer werden insoweit als Verwaltungshelfer in Anspruch genommen und tätig. So hat der Abschlussprüfer von Instituten im Sinne des KWG unverzüglich der Aufsicht anzuzeigen, wenn ihm bei der Prüfung Tatsachen bekanntwerden, die schwerwiegende Verstöße der Geschäftsleiter gegen gesetzliche Vorschriften erkennen lassen.<sup>37</sup> Entsprechende Bestimmungen gelten für die Abschlussprüfer von Versicherungsunternehmen einschließlich Pensionskassen und Pensionsfonds<sup>38</sup> und für die Ka-

34 Insbesondere ist zwar die Entsprechenserklärung zum Corporate Governance Kodex nach § 161 AktG in die Erklärung über die Unternehmensführung nach § 289f. HGB aufzunehmen und bildet damit einen Bestandteil des Lageberichts; für die *Explain*-Erklärung nach § 134b Abs. 4 AktG-E ist das aber nicht vorgesehen.

35 Art. 12 Abs. 1 a) VO (EU) Nr. 537/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16. 4. 2014 über spezifische Anforderungen an die Abschlussprüfung bei Unternehmen von öffentlichem Interesse, ABl. EU v. 27. 5. 2014, L 158, S. 77.

36 Baumbach/Hopt/*Merkt*, HGB, 38. Aufl. 2018, § 321 Rdn. 6.

37 § 29 Abs. 3 S. 1 KWG.

38 § 341k Abs. 3 HGB; vgl. auch § 35 Abs. 4 Nr. 1 VAG.

pitalverwaltungsgesellschaften von Investmentfonds.<sup>39</sup> Diese Vorschriften wiederholen nur, was nach der einschlägigen EU-VO<sup>40</sup> ohnedies bereits gilt. Mit anderen Worten geht das deutsche Recht insoweit, was Gesetzesverstöße im Allgemeinen und die Berichtspflicht des Abschlussprüfers hierüber betrifft, nicht über die Normen der EU-VO und des allgemeinen Rechnungslegungsrechts hinaus.

Bestätigt wird dies durch einen Blick auf die umfangreichen Kataloge, die detailliert spezielle, von institutionellen Investoren und Vermögensverwaltern zu beachtende gesetzliche Vorschriften auflisten und ausdrücklich dem Abschlussprüfer auftragen, zu prüfen und der Aufsicht zu berichten, ob diese Vorschriften beachtet wurden.<sup>41</sup> Die neuen Berichtspflichten der institutionellen Investoren und Vermögensverwalter nach den §§ 134b, c AktG-E finden sich in diesen Katalogen nicht.

3. Damit stellt sich die Frage, ob die Aufsicht darüber, ob die institutionellen Investoren und Vermögensverwalter den ihnen in §§ 134b, c AktG-E auferlegten Berichtspflichten genügen, der *BaFin* obliegt, und, wenn diese Frage zu bejahen ist, wie sichergestellt wird, dass sie die hierfür erforderlichen Informationen erhält.

a) Im Ergebnis ist nicht zweifelhaft, dass die BaFin künftig die Beachtung der Berichtspflichten gemäß §§ 134b, c AktG-E durch die der *Versicherungsaufsicht unterfallenden Unternehmen* zu überwachen hat. Für Versicherungsunternehmen, Pensionskassen und -fonds formuliert § 294 VAG die Aufgabenzuweisung für den Versicherungsbereich wie folgt: „(2) Die Aufsichtsbehörde überwacht den gesamten Geschäftsbetrieb der Versicherungsunternehmen im Rahmen einer rechtlichen Aufsicht .... Sie achtet dabei auf die Einhaltung der Gesetze, die für den Betrieb des Versicherungsgeschäfts gelten .... (3) Gegenstand der rechtlichen Aufsicht ist die ordnungsgemäße Durchführung des Geschäftsbetriebs einschließlich der aufsichtsrechtlichen, der das Versicherungsverhältnis betreffenden und aller sonstigen die Versicherten betreffenden Vorschriften ...“ Die Versicherungsaufsicht ist also nicht etwa auf die Beachtung der Normen des VAG oder aufgrund des VAG erlassener Verordnungen sowie unmittelbar geltender europarechtlicher Vorgaben für die Versicherungsaufsicht beschränkt.<sup>42</sup> Die neuen Berichtspflichten gemäß §§ 134b, c

39 § 38 Abs. 4 S. 7 KAGB i.V.m. § 28 Kapitalanlage-Prüfungsberichte-VO; vgl. auch die Verweise u.a. auf §§ 317 Abs. 1 S. 2, 321 Abs. 1 S. 3 HGB in §§ 47 Abs. 1 S. 1, 136 Abs. 1 KAGB.

40 Vgl. Fn. 35.

41 Siehe nur § 29 KWG, § 35 VAG, § 38 KAGB i.V.m. der Kapitalanlage-Prüfungsberichte-VO sowie §§ 121 Abs. 3, 136 Abs. 3 KAGB.

42 Siehe nur *Laars/Both*, VAG, 4. Online- Aufl. 2017, Rdn. 5. Kritik an der Umsetzung der Vorgaben der Solvabilitätsrichtlinie II durch Art. 294 VAG bei Prölss/Dreher/*ders.*, VAG, 13. Aufl. 2018, § 294 Rdn. 18ff. I.v.F. sind die Artt. 29 Abs. 1 S. 2, 34 Abs. 1 der Richtlinie einschlägig, die bei unmittelbarer Anwendung nicht zu einem anderen Ergebnis als § 294 VAG führen würden.

AktG-E der in § 134a AktG-E genannten, der Versicherungsaufsicht unterfallenden institutionellen Anleger bestehen gegenüber den Versicherten bzw. Begünstigten und sind vom Gesetzgeber im Sinne des § 294 Abs. 2 VAG „für den Betrieb des Versicherungsgeschäfts“ vorgesehen. Verstöße gegen die Berichtspflichten könnte die BaFin etwa im Rahmen der allgemeinen Missbrauchsaufsicht (§ 298 VAG) beanstanden.

b) Die Aufsicht über *Kapitalverwaltungsgesellschaften* im Sinne des § 134a Abs. 1 Nr. 2. b) AktG-E obliegt gleichfalls der BaFin. Gemäß § 5 Abs. 6 KAGB überwacht sie „die Einhaltung der Verbote und Gebote dieses Gesetzes und der aufgrund dieses Gesetzes erlassenen Bestimmungen.“ Die Vorschrift begründet insoweit zunächst einmal lediglich die Zuständigkeit der BaFin für die Aufsicht nach dem KAGB und nach den weiteren dort (in § 5 Abs. 6a KAGB) erwähnten Vorschriften. Sie stellt aber keine Ermächtigungsgrundlage dar, begründet und begrenzt also nicht die Eingriffsbefugnisse der BaFin. Sie bedeutet also m. a. W. nicht etwa, dass sich die Aufsicht auf die Beachtung der Verbote und Gebote des KAGB und der weiteren dort angeführten Normen beschränkt, sondern, dass die Aufsicht nach Maßgabe der Vorschriften des KAGB usw. der BaFin aufgetragen ist. Bezüglich welcher Vorschriften die BaFin deren Beachtung durch die beaufsichtigten Kapitalverwaltungsgesellschaften zu prüfen und ggfs. durchzusetzen hat, ergibt sich vielmehr aus ihren anderwärts im KAGB definierten Befugnissen.

Nach § 26 Abs. 2 Nr. 5 KAGB hat eine Kapitalverwaltungsgesellschaft „alle auf die Ausübung ihrer Geschäftstätigkeit anwendbaren regulatorischen Anforderungen zu erfüllen, um das beste Interesse der von ihr verwalteten Investmentvermögen oder der Anleger dieser Investmentvermögen und die Integrität des Marktes zu fördern ...“ Ferner muss sie nach § 28 Abs. 1 S. 1 KAGB „über eine ordnungsgemäße Geschäftsorganisation verfügen, die die Einhaltung der von der Kapitalverwaltungsgesellschaft zu beachtenden gesetzlichen Bestimmungen gewährleistet“. In beiden Vorschriften fehlt eine Beschränkung auf gesetzliche Bestimmungen des KAGB oder anderer ausdrücklich genannter Gesetze oder Verordnungen. Die §§ 134 b, c AktG-E mit ihren neuen Berichtspflichten gehören zu den in §§ 26, 28 KAGB erwähnten regulatorischen Anforderungen an Kapitalverwaltungsgesellschaften und zu den von ihnen zu beachtenden gesetzlichen Bestimmungen. Deren Einhaltung hat die BaFin zu überwachen: Nach § 39 Abs. 3 Nr. 6 KAGB kann die BaFin „die einer Kapitalverwaltungsgesellschaft erteilte Erlaubnis aufheben, wenn diese nachhaltig gegen die Bestimmungen dieses Gesetzes (sc. das in §§ 26, 28 auf außerhalb des KAGB anzutreffende Normen verweist) verstößt“; in einem solchen Fall kann sie statt einer Entziehung der Erlaubnis nach § 40 Abs. 1 KAGB u. a. die Abberufung der verantwortlichen Geschäftsleiter verlangen.

c) Zu den *Vermögensverwaltern* im Sinne des § 134b Abs. 2 AktG-E gehören ferner Finanzdienstleister, die *Finanzportfolioverwaltung* anbieten. Diese unterliegen der Aufsicht nach dem KWG (§ 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 3 KWG). Gemäß § 6 Abs. 1 S. 1 KWG übt die BaFin „die Aufsicht über die Institute nach

den Vorschriften dieses Gesetzes ... aus.“ Diese Vorschrift begründet wiederum lediglich die Zuständigkeit der BaFin für die Aufsicht nach dem KWG und den weiteren dort erwähnten Vorschriften, stellt aber keine Ermächtigungsgrundlage dar, begründet und begrenzt also nicht ihre Eingriffsbefugnisse. Sie bedeutet also nicht, dass sich die Aufsicht auf die Beachtung der Vorschriften des KWG und der weiteren in § 6 Abs. 1–1e KWG erwähnten Normen beschränkt, sondern, dass die Aufsicht nach Maßgabe der Vorschriften des KWG usw. der BaFin aufgetragen ist. Bezüglich welcher Vorschriften die BaFin deren Beachtung durch die von ihr beaufsichtigten Institute zu prüfen und ggfs. durchzusetzen hat, ist vielmehr ihren anderwärts, insbesondere in den Ermächtigungsgrundlagen definierten Befugnissen zu entnehmen.

Wie sich ausdrücklich aus der Ermächtigungsgrundlage des § 6 Abs. 3 S. 1 KWG für die sog. Missbrauchsaufsicht ergibt, geht es dabei um die Beachtung „aufsichtsrechtlicher Bestimmungen“. Damit sind sicher die in § 6 Abs. 1–1e KWG aufgeführten Normen gemeint, darüber hinaus aber jedenfalls auch solche gesetzlichen Vorschriften, die hiermit in unmittelbarem, untrennbarem Zusammenhang stehen,<sup>43</sup> sich an Institute im Sinne des KWG richten, für den Betrieb des jeweils in Rede stehenden Finanzdienstleistungsgeschäfts gelten und von den Instituten zu beachten sind, sofern keine speziellen aufsichtsrechtlichen Zuweisungen bestehen, künftig also auch die §§ 134 a–c AktG. Bei Verstößen kommen auch hier vornehmlich Maßnahmen der allgemeinen Missbrauchsaufsicht in Betracht (§ 6 Abs. 3 KWG). Würde man dies für die Aufsicht über Finanzdienstleister mit Finanzportfolioverwaltung nach dem KWG anders beurteilen, ergäbe sich überdies ein schwer zu erklärender Widerspruch zur Aufsicht über Kapitalverwaltungsgesellschaften (dazu oben b)).

Es bleibt die Frage, wie die BaFin die Informationen darüber erhält, ob die von § 134a Abs. 1 Nrn. 2, 3 AktG-E erfassten, ihrer Aufsicht unterliegenden institutionellen Investoren und Vermögensverwalter die ihnen nach den §§ 134b, c AktG-E obliegenden Verpflichtungen erfüllen. Dass nach dem bisherigen Inhalt des vorliegenden Gesetzentwurfs die Abschlussprüfer dies nicht zu prüfen und der Aufsicht zu berichten haben, wurde bereits erwähnt (oben 2.). Nun hat die BaFin zwar das Recht, von den ihrer Aufsicht unterliegenden Instituten jederzeit deren Geschäftstätigkeit betreffende Auskünfte fordern zu können (§ 305 VAG; § 44 KWG; § 14 KAGB). Aus praktischen Gründen kommt insofern aber nur eine auf Dauer angelegte, generelle Berichtspflicht der Unternehmen ohne sich ständig wiederholende, spezielle

43 So auch Boos/Fischer/Schulte-Mattler/Schäfer, KWG, CRR-VO, 5. Aufl. 2016, § 6 Rdn. 4 (die Aufsicht beziehe sich auch auf „die Einhaltung solcher Gesetze, die in untrennbarem Zusammenhang mit der Aufsicht nach dem KWG stehen“); anders aber *ders.*, § 6 Rdn. 62 m.w.N.: Maßnahmen der Missbrauchsaufsicht nach § 6 Abs. 3 KWG könnten sich nur auf Verstöße gegen Vorschriften des KWG, nicht anderer Gesetze beziehen. Die hierfür angeführte Gesetzesbegründung (BT-Drs. 13/7142, S. 74) gibt das nicht her.

Auskunftersuchen in Betracht, sei es aufgrund einer entsprechenden generellen Aufsichtsmaßnahme seitens der BaFin, sei es aufgrund einer Aufgabenzuweisung an den Abschlussprüfer durch Gesetz oder Verordnung, sei es aufgrund einer gesetzlichen Anzeigepflicht für die beaufsichtigten Unternehmen nach dem Vorbild des § 24 KWG. Es ist ein weiteres Defizit der geplanten Neuregelung, dass dies im vorliegenden Entwurf nicht bedacht und erledigt worden ist.

4. Verstöße gegen die neuen Publikationspflichten gemäß §§ 134b Abs. 5 S. 1, 134c Abs. 3 S. 1 AktG-E sollen bußgeldpflichtig sein (§ 405 Abs. 2a Nrn. 8, 9 AktG-E). Zuständige Verwaltungsbehörde für die Verfolgung der Ordnungswidrigkeiten (§ 36 OWiG) soll nach § 405 Abs. 5 Nr. 2 AktG-E das *Bundesamt für Justiz*, nicht die BaFin, sein. Diese Erstreckung der Zuständigkeit des Bundesamts für Justiz (BfJ) schließt sich einfach an die bereits zuvor gegebene Zuständigkeit des BfJ für Bußgeldverfahren für Verstöße gegen das AktG an, in denen eine Zuständigkeit der BaFin hierfür in der Tat ausscheidet. Bei der Befolgung der Berichts- und Publikationspflichten gemäß §§ 134b, c AktG-E liegen die Dinge aber anders, denn deren Beachtung hat die BaFin im Rahmen der Rechtsaufsicht über die verpflichteten Unternehmen zu überwachen. In der Praxis wird sich das BfJ auf die von der BaFin gewonnenen Feststellungen stützen. Es hätte daher nahegelegen, der BaFin auch die Zuständigkeit für die Bußgeldverfahren zu übertragen.

VII. *Zusammenfassend* ist festzuhalten:

Erstens, die im Entwurf des ARUG II vorgesehenen Berichts- und Publikationspflichten der institutionellen Investoren und Kapitalverwaltungsgesellschaften sind in ihrem Anwendungsbereich äußerst beschränkt und werden für sich genommen kaum die erhoffte Wirkung erzielen, da die wichtigsten institutionellen Investoren nicht erfasst werden.

Zweitens, systematisch erscheint die Platzierung der Berichtspflichten im AktG verfehlt. Sie überschneiden sich zum Teil mit bereits anderwärts im Kapitalmarktrecht normierten Berichtspflichten; zum Teil ergeben sich sogar Widersprüche hierzu.

Drittens, eine Ergänzung und Detaillierung der gesetzlichen Pflichten durch einen Stewardship Code, der tunlichst für alle betroffenen Unternehmen einheitliche Standards setzen sollte, erscheint bedenkenswert.

Viertens, die Aktionärsrechte-Richtlinie gibt den Mitgliedstaaten auf, Maßnahmen und Sanktionen festzulegen, die bei Verstößen gegen die gemäß der Richtlinie erlassenen nationalen Vorschriften zu verhängen sind; diese Maßnahmen müssen wirksam, verhältnismäßig und abschreckend sein. Die gegenwärtig vorgesehene Regelung genügt dem nicht. Der BaFin obliegt zwar die Rechtsaufsicht über die in § 134a AktG-E genannten institutionellen Investoren und Kapitalverwaltungsgesellschaften; dies umfasst künftig auch die Kontrolle, ob die beaufsichtigten Unternehmen ihren Berichts- und Publikationspflichten gemäß § 134b, c AktG nachkommen. Bisher ist aber nicht sicherge-

stellt, dass die hierfür erforderlichen Informationen der BaFin in einer für die laufende Aufsicht praktisch geeigneten Weise zur Verfügung gestellt werden. Insbesondere ist bisher die Abschlussprüfung nicht auf die Frage auszurichten, ob die Unternehmen ihren neuen Berichts- und Publikationspflichten genügen. Zu bemängeln ist ferner, dass die Sanktionierung von Verstößen durch Bußgelder dem Bundesamt für Justiz aufgetragen werden soll, während die Aufsicht der BaFin obliegen wird.

Theodor Baums